



## Les Hedge Funds : la fin d'une histoire, mythe ou réalité ?

Par Xavier Lépine, Président du Directoire de l'UFG.

La gestion alternative, en premier lieu les hedge funds, a connu un développement sans précédent au cours des quinze dernières années. L'engouement pour cette approche a été tel que beaucoup prônaient même la convergence entre la gestion « long only » classique, le Private Equity et la gestion alternative.

Maintenant, il est devenu de bon ton de vilipender la gestion alternative, les hedge funds devenant la caricature des excès de la finance, des bonus indécents, des techniques non maîtrisées, des boîtes noires, de la dérégulation et des paradis fiscaux ; et pour paraphraser Jacques Séguéla, aujourd'hui « ne dites pas à ma mère que je travaille dans un hedge fund, elle me croit pianiste dans un b... » !

Clairement, la perception s'est inversée. La gestion alternative est conçue pour produire une dissymétrie entre le rendement et le risque (renoncer à une part – moins importante – de la hausse pour ne pas supporter la totalité de la baisse), or aujourd'hui, des risques extrêmes existent, on peut tout perdre par rapport à une espérance de gain « moyenne ». Le couple risque-rendement n'est donc pas intéressant. En conséquence, et pour faire court, l'allocation d'actifs en hedge funds étant forcément

limitée, la personne physique, directeur des investissements, a plus « à perdre » si cela ne marche pas qu'à « gagner » si cela marche.

La réalité est forcément différente. Tout d'abord sur le plan conceptuel, plusieurs points sont à noter, les hedge funds reposant tous sur des principes de base communs, à savoir :

➤ **les marchés sont inefficients à court terme** et il est possible d'investir sur ces inefficiences en prenant un risque « limité » sur la direction des marchés. Nier l'inefficience des marchés reviendrait à privilégier la théorie du « monkey dart » où le singe, en lançant des fléchettes sur une cible, ferait aussi bien que le gérant. Seul l'horizon de temps entrerait alors en ligne de compte de l'allocation d'actifs des investisseurs. Certes, en période de défiance généralisée envers la finance, il n'est pas étonnant que

ceux qui prônent l'inefficience comme moteur de performance soient le plus décriés. Il n'en demeure pas moins que si cette assertion était reconnue comme vérité, il faudrait alors sortir de toute la gestion active, y compris le principe même de l'allocation d'actifs qui ne serait plus qu'une congruence actif-passif, optimisation sous contrainte éventuelle de la comptabilité annuelle de l'investisseur.

➤ Investir sur la réduction des inefficiences sans contrainte de benchmark étant le principe de base, les moteurs de performance sont ainsi multiples, ce qui **augmente la décorrélation** et réduit ainsi la probabilité de contreperformance lorsque l'on investit dans plusieurs stratégies (arbitrage sur les taux, les crédits, les fusions-acquisitions, les convertibles, le long/short actions, les CTA, etc.). Et au-delà des stratégies, les situations idiosyncrasiques étant indépendantes les unes des autres, le risque de perte est très limité. De cette assertion de bon sens est né le sophisme selon lequel un hedge fund est décorrélé, ne peut pas perdre beaucoup et, a fortiori un fonds de hedge funds, de par la diversification qu'il procure, est une « assurance multirisque ». La déception a été à la hauteur de l'attente, c'est-à-dire démesurée. Effectivement, les gérants de hedge funds, les gérants de fonds de hedge funds et les commercialisateurs de ces fonds ont, dans leur très grande majorité, oublié que le système financier repose avant tout sur la confiance. Confiance symbolisée

par la liquidité. La leçon a été rude pour toutes les classes d'actifs et toutes les techniques de gestion : quand la confiance dans le système financier se perd, la liquidité disparaît et la réduction des inefficiences devient un problème marginal face à une problématique immédiate : obtenir du cash. Les seuls acteurs à avoir gagné de l'argent pendant la grande crise de septembre-octobre sont... les banques centrales qui ont vendu la liquidité.

Le principe de gestion d'une salle de marché comme celui d'un hedge funds, voire d'un gérant classique, repose de manière implicite ou explicite sur le concept de la Loi Normale, c'est-à-dire d'une distribution des risques et des rendements de type Gaussienne. Les queues de distribution représentent les risques extrêmes et la gestion a pour objectif de réduire au maximum le risque d'occurrence d'un événement inattendu. Pour « parler plus compréhensible », **la réduction des risques** est une priorité de gestion et **s'obtient par une forte diversification** à tous les niveaux. L'arbitrage est ainsi présenté, par abus de langage, comme répondant à une logique de performance absolue, le terme « absolue » laissant supposer, malheureusement à tort, que la performance ne peut pas être négative. La grande (et dramatiquement coûteuse) leçon de la crise actuelle est que quand le risque extrême (i.e. dans le cas présent la confiance) se matérialise, les pertes sortent du modèle « Loi Normale » et ne sont plus quantifiables. La maxime « les performances passées ne préjugent pas de la performance future » prend tout son sens.

Les fonds de hedge funds ont vanté les mérites de **la diversification des risques** en prônant que la faillite d'un hedge fund peut toujours arriver et que la diversification des risques (i.e. investir dans n Hedge Funds) **était LA solution**. Certaines banques, notamment en Suisse, en étaient tellement convaincues qu'elles prêtaient à leurs clients pour investir dans les fonds de hedge funds... voire dans des fonds mono-gérants au premier rang desquels Madoff. Ainsi les fonds de hedge funds ont notamment vanté les Bêtas de l'arbitrage et du long/short et certains ont même pour vocation de dupliquer par une gestion passive la performance moyenne des fonds composant la classe de risque concernée.

La forte diversification des risques et la faible probabilité de retrait massif qui en résulte a incité beaucoup de gérants à sortir **des bornes de liquidité des actifs** dans lesquelles ils investissaient. Dans un monde où la liquidité était abondante et les souscriptions en constante progression, certains hedge funds, pensant être protégés par les préavis de sortie, ont petit à petit investi dans des situations de moins en moins liquides. La recherche d'inefficience s'est ainsi déplacée progressivement sur une dimension supplémentaire, « l'arbitrage de temps » en investissant dans des situations dites spéciales (comme par exemple le fonds Centaurus dans Atos où la création de valeur se fait par la prise de contrôle de la société, ce qui suppose des capitaux stables). Ce « style drift » très insidieux car difficilement perceptible, y compris pour le gérant lui-même, s'est avéré particulièrement catastrophique quand la crise de liquidité se manifeste.

#### Faut-il pour autant bannir la gestion alternative ?

La disparition de près d'un tiers des hedge funds et l'absence quasi-totale d'appétit des investisseurs conduiraient à répondre positivement. Le panurgisme va-t-il encore l'emporter ? La mode est aujourd'hui à l'acquisition d'actifs « mark to model » pour éviter la volatilité des marchés financiers. Le premier d'entre eux est la dette obligataire corporate de maturité visible acquise dans un objectif de détention jusqu'à maturité. A l'inverse, les actions font de moins en moins partie de l'allocation « core » tant que la perception (et malheureusement la réalité) du prix du risque (Value At Risk) est trop élevée ; autrement dit tant que la plage des rendements possibles se situe à + ou - 50 %. Dans ce contexte, les hedge funds ne présentent à l'évidence pas les qualités requises pour recueillir l'intérêt des investisseurs : l'aspect boîte noire est plus stigmatisé que jamais et s'oppose diamétralement à la logique « hold to maturity » implicite à un modèle. La perception de risques extrêmes associée au risque d'illiquidité complète le repoussoir.

Et pourtant, je reste convaincu que, comme pour le reste de la finance, la mutation de la gestion alternative est en marche :

Tout d'abord, remettons les pendules à l'heure en matière de performances 2008.

Rappelons simplement que dans une année où les banques d'investissement auraient fait faillite si elles n'avaient pas été soutenues par les Etats et Banques Centrales, les performances des hedge funds ne sont pas si mauvaises, d'autant plus que, en ce qui concerne la grande majorité d'entre eux, les actifs sont véritablement marked to market. Ce dont on peut douter pour les banques... Réparons-en...

En ce qui concerne les fonds de hedge funds - il ne s'agit pas ici de faire un plaidoyer pro domo - leur grande majorité, y compris ceux de l'UFG, n'a pas à rougir des performances dégagées, que ce soit par rapport à la performance des hedge funds (cf HFRX index) ou par rapport aux marchés en général. N'ayant pas la fatuité de penser que nous sommes les seuls à avoir réalisé ce type de performance, il me semble clair que le principe du fonds de fonds est plus que jamais validé (cf. tableau page suivante).

**Concernant la gestion elle-même** : d'une situation de rareté de l'offre, nous sommes passés brutalement à une rareté de la demande, ce qui se traduit par de nombreux ajustements, dont la disparition de nombreux acteurs et la transparence de plus en plus forte des acteurs restants.

**Utilité économique** : certains s'interrogent sur les raisons qui poussent les Etats-Unis et l'Angleterre à ne pas rentrer dans la chasse aux sorcières actuelle alors même qu'ils sont les premiers concernés et victimes de fraudes gigantesques (cf. Madoff...) et qu'ils n'hésitent plus à intervenir dans la vie des affaires. Deux explications à mon sens justifient cette attitude. La crise actuelle trouve son origine dans l'accumulation des excès depuis plus de 20 ans par tous les agents économiques et financiers : les hedge funds ont contribué/bénéficié comme tous les autres acteurs économiques de la puissance de ce phénomène qui a permis la création d'une richesse considérable avec une inflation très limitée. L'endettement, contrepartie de cette création de richesse, s'est mondialisé, mais le problème réside aujourd'hui plus dans le fait que la Banque Centrale Chinoise est devenue le premier créancier des Etats-Unis que dans la question de savoir si tel ou tel hedge fund augmente ou réduit la volatilité des marchés.

## Performances des Fonds UFG Alteram et des principaux indices de référence (au 31 mars 2009)

Fonds de Hedge Alteram	Comparaison	6 months	12 months	year to date	2008	2007
UFG Alteram Low Volatility (Net)	Eonia	-4,30%	-5,27%	-0,43%	-5,13%	5,06%
UFG Alteram Multi Arbitrages (Net)	Eonia	-4,13%	-6,46%	1,50%	-8,98%	7,01%
UFG Alteram Multi Arbitrages Plus (Net)	Eonia	-6,96%	-11,10%	2,20%	-15,10%	8,69%
UFG Alteram Event (Net)	Eonia	-7,08%	-11,79%	-0,31%	-13,08%	4,59%
UFG Alteram Global Alternatif (Net)	Eonia	-2,92%	-6,60%	1,51%	-10,27%	7,51%
UFG Alteram Stratégie Futures (Net)	Eonia	7,45%	8,32%	-2,26%	20,66%	4,73%
UFG Alteram Long Short Europe (net)	50 % Eonia / 50 % MSCI Europe	-2,78%	-8,11%	0,04%	-12,21%	2,39%
UFG Alteram Stratégie Actions (Net)	50 % Eonia / 50 % MSCI World	-6,12%	-12,03%	1,11%	-17,76%	7,83%
UFG Alteram Asia (Net)	50 % Eonia / 50 % MSCI Asie Pacifique	-3,94%	-13,02%	-0,04%	-17,02%	12,16%
Indices de hedge funds investissables		6 months	12 months	year to date	2008	2007
HFRX Global Hedge Fund EUR Index		-11,91%	-21,48%	0,87%	-23,76%	2,66%
HFRX Relative Value Arbitrage Index		-20,58%	-31,47%	1,45%	-37,60%	5,80%
HFRX Event Driven Index		-6,25%	-18,41%	2,29%	-22,11%	4,88%
HFRX Equity Hedge Index		-10,49%	-22,10%	0,76%	-25,45%	3,21%
Indices mondiaux		6 months	12 months	year to date	2008	2007
Eonia capi		1,13%	3,24%	0,35%	4,00%	3,99%
MSCI World Index (LCL)		-27,28%	-41,32%	-10,62%	-40,11%	2,83%
EuroStoxx 50 Index		-31,13%	-45,43%	-15,38%	-44,37%	6,79%
S&P 500 Index		-28,40%	-41,78%	-11,67%	-38,49%	3,53%

La deuxième raison est clairement la sortie de la crise financière : le plan Geithner de 1 000 milliards de dollars pour sortir les actifs « historiques » du bilan des banques, afin de redonner de la confiance au système, suppose à l'évidence que quelqu'un les achète... Le partenariat public-privé ne pourra pas se faire sans une implication massive de « preneurs de risques » qui sauront évaluer ces actifs et il est évident que les hedge funds sont nécessaires dans ce contexte. Le nier est illusoire. Il faut lever l'amalgame entre les paradis fiscaux, dont l'objectif est à l'évidence la dissimulation à l'administration fiscale de revenus d'origine très variable et les Places « off shore », qui permettent la mise en place de stratégies d'investissement très variées en échappant à des règles de gestion parfois contraignantes imposées par les autorités de tutelle nationale.

**Performances à venir :** plusieurs points militent en faveur du retour de la performance :

- la constatation que depuis le début de l'année, la performance est de nouveau positive (cf. tableau infra)
- les hedge funds ont, comme tout le monde, souffert de la disparition de la liquidité et de l'augmentation des inefficiences qui en a résulté. Le retour d'une liquidité minimum permet de retrouver une hiérarchie des situations qui facilite l'obtention de

performances positives dans un contexte global pour le moins morose, et cela, avec un degré d'exposition faible.

- Nombres d'acteurs ont disparu ou vont voir leur activité durablement réduite, que ce soient les hedge funds ou les activités de banque de financement, La maxime « too much money chasing too few assets » est maintenant l'inverse : « supply dwarfs the size of the demand ». Pas de mystères quand on se partage un gâteau plus gros en étant moins nombreux, il est plus facile de gagner plus d'argent... en prenant moins de risque, notamment de liquidité.
- le coût des hedge funds : à quelques exceptions notables - comme le fonds de John Paulson qui a continué d'afficher des performances insolentes en 2008 - la très grande majorité des hedge funds ayant été en territoire négatif en 2008, les honoraires de performance (20 % de la performance) ne seront pas perçus en 2009. C'est le système de High Watermark (revenir d'abord à la plus haute VL historique).
- le coût d'opportunité à détenir du cash va devenir de plus en plus important alors même que la situation économique continue d'être incertaine.

De plus, il me semblerait logique que l'industrie évolue dans les mois à venir et réponde aux demandes et interrogations légitimes des clients :

Une segmentation plus claire de l'offre selon le type de stratégie : certaines stratégies comme le long/short ou les CTA peuvent et doivent rester liquides ; d'autres comme l'arbitrage nécessitent une immobilisation des fonds. L'offre aux investisseurs doit mieux refléter ces différences. Autrement dit, toutes les stratégies se sont pas liquides et le plus important est d'être informé de la liquidité réelle de l'investissement.

Une transparence plus forte et une responsabilisation renforcée des différents acteurs de la chaîne. Il est clair que l'investisseur est prêt à prendre le risque de marché mais fuit les risques opérationnels qui ne sont pas rémunérés et sont des risques extrêmes.

*Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. L'UFG ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de l'UFG.*